

2017年07月06日

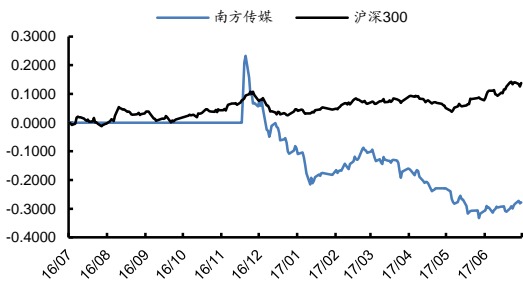
公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所
证券分析师：孔令峰 S0350512090003
010-68366838
联系人：邵伟 S0350115070032
18817875606 shaow@ghzq.com.cn
联系人：朱珠
zhuz@ghzq.com.cn

夯实主业，践行新媒体与教育 ——南方传媒（601900）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
南方传媒	4.4	-14.0	-27.8
沪深300	4.8	4.1	13.8

市场数据	2017-07-05
当前价格（元）	12.52
52周价格区间（元）	11.48 - 22.22
总市值（百万）	10255.13
流通市值（百万）	2198.51
总股本（万股）	81910.00
流通股（万股）	17560.00
日均成交额（百万）	48.37
近一月换手（%）	27.49

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **收购发行集团少数股权获证监会批复，公司顺利推进渠道整合，利于增强整体经营决策能力及效率** 本次交易以换股方式收购，完成后，公司控股股东广版集团的持股比例由本次交易前的76.52%变为69.96%，广版集团仍为公司的控股股东和实际控制人。公司将取得发行集团99.97%的股权，整合具有出版资源、发行网络、物流、专业服务和商业信誉等方面优势的广东省内最大的教材出版发行商的少数股权，利于加强主业，增强整体经营效率。
- **夯实主业同时加快转型，践行“一体两翼”战略** “一体”方面主要以教材教辅出版发行为依托贡献内生稳定业绩。公司拥有较强的中小学教材自主创新和跨地域拓展能力，自主开发的19个科粤教材是广东省地区上使用量最大教材，在省外仍有渗透空间。
- **“两翼”主要指教育与新媒体+对外投资与兼并收购。** 教育与新媒体战略下基于自身核心教材项目打造多维教育体系，大嘴鸟幼教课程体系累计已与省内外近1300家幼儿园开展合作，公司在学前教育层面已取得实质性进展，后续幼教方面有望不断推进；兼并收购战略中与广州证券等已成立10亿元南方传媒产业并购基金，主要投向大型优质国有文化传媒企业并购项目、数字出版、文创、在线教育及信息服务。2017年国企改革进入全面推进落地期，下半年迎接十九大，公司在做强主业同时，践行文化产业数字化转型同时，打造云教育、云媒体、云阅读、云出版、云终端五朵云模式融合新媒体，打造活力与成长兼具的出版传媒集团。
- **文化地产战略不断推进，打造新型体验式文化中心，构建长效发展平台** 公司以15亿元竞得琶洲核心地块用以建设“广州国际文化中心”。广东省招标投标监管网显示其中配套的商业1万平方米中约有3000平方米自营特色购书中心。定位为文化主题精品商业，公司有望将其打造为华南地区重要的标志性建筑之一，打造新型体验式文化中心，构建长效发展平台。
- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予买入评级** 基于审慎性考虑，在发行股份最终未完成前，暂不考虑其对股本及业绩的影响，同时暂不考虑外延新项目及新媒体教育等因素影响，公司教材教辅业务将维

持 7%-8% 增速，预计 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 4.51 亿元、4.83 亿元、5.19 亿元，对应的 eps 分别为 0.55 元、0.59 元、0.63 元，以 7 月 5 日收盘价对应 PE 分别为 22.76 倍、21.22 倍、19.87 倍；若考虑增发完成，并入发行集团少数股权，预计 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 5.00 亿元、5.35 亿元、5.76 亿元，对应 eps 分别为 0.56 元、0.60 元、0.64 元，以 7 月 5 日收盘价对应 PE 分别为 22.35 倍、20.86 倍、19.56 倍。首次覆盖，给予买入评级。

- **风险提示：**教材教辅受政策影响的风险、循环使用教材的政策变化风险、发行服务合同到期不能续签的风险、新业务外延拓展不及预期、外延并购不及预期、非公开发行不能顺利完成风险、宏观经济波动风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	4918	5225	5513	5865
增长率(%)	7%	6%	6%	6%
净利润（百万元）	422	451	483	519
增长率(%)	12%	7%	7%	7%
摊薄每股收益（元）	0.52	0.55	0.59	0.63
ROE(%)	9.57%	9.23%	8.98%	8.79%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

1、收购发行集团少数股权获证监会批复，公司顺利推进渠道整合，利于增强整体经营决策能力及效率

公司拟向广东樵山文化产业投资控股有限公司等 92 位交易对方合计持有的广东新华发行集团股份有限公司 45.19% 股份，合计支付对价 11.876577 亿元，其中现金支付 5059.61 万元，由于 6 月 22 日实施 2016 年年度权益分派方案，每 10 股派现金红利 1.047 元（税），发行股份购买资产价格调整为 14.81 元/股，发行股份数量调整为 7677.6566 万股。本次交易以换股方式收购，完成后，公司控股股东广版集团的持股比例由本次交易前的 76.52% 变为 69.96%，广版集团仍为公司的控股股东和实际控制人。公司将取得发行集团 99.97% 的股权，整合具有出版资源、发行网络、物流、专业服务和商业信誉等方面优势的广东省内最大的教材出版发行商的少数股权，利于加强主业，增强整体经营效率。发行集团为广东省免费教材的统一供应公司，2016 年发行集团的非珠三角地区免费教材发行业务占收入其的 7.96%、业务利润的 26.54%，发行集团的业务仍有渗透空间，加码公司内生业绩稳定性。

表 1：本次收购发行集团少数股权前后股数及股权比例变化

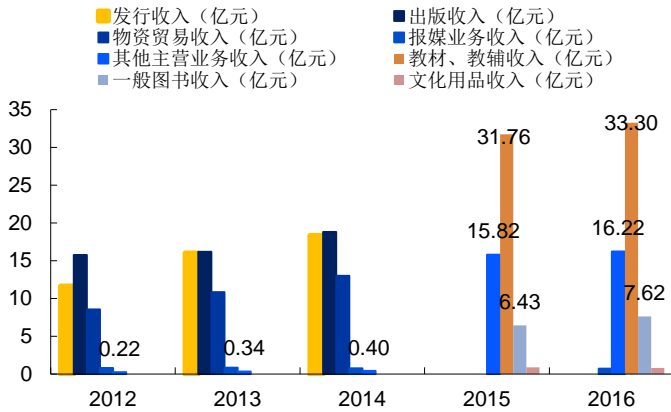
股东姓名/名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数量(亿股)	持股比例	持股数量(亿股)	持股比例
广版集团	6.26759	76.52%	6.26759	69.96%
其他股东	1.9234	23.48%	1.9234	21.47%
发行集团 89 名小股东合计	-	-	0.7677656	8.57%
合计	8.191	100%	8.95876	100%

资料来源：wind、国海证券研究所

2、夯实主业同时加快转型，践行“一体两翼”战略

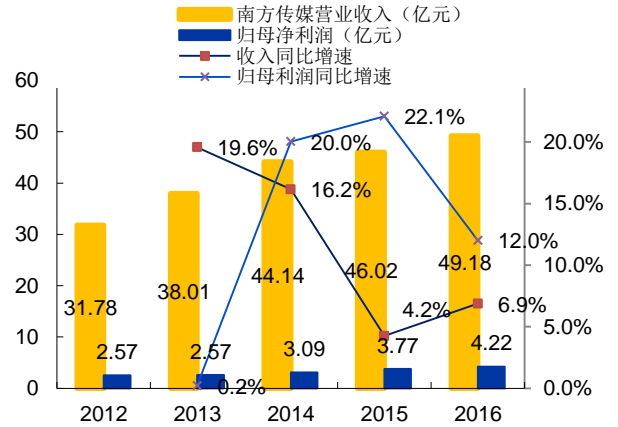
2016 年 2 月公司登陆上交所，主营业务涵盖出版、发行、物资、印刷和报媒等业务，其中出版、发行业务收入占公司主营业务收入 70% 以上，是公司最主要的收入和利润来源。2016 年营收 49.18 亿元，同比增长 6.87%；净利润 5.03 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.22 亿元，同比增长 12.01%。2017 年 Q1 归属上市公司股东净利润 1.11 亿元，同比增加 0.26%，扣非后净利润 0.97 亿元，同比减少 0.73%，基本每股收益 0.14 元，同比减少 12.5%。

图 1: 2012-2016 年南方传媒主营业务收入



资料来源: wind、国海证券研究所

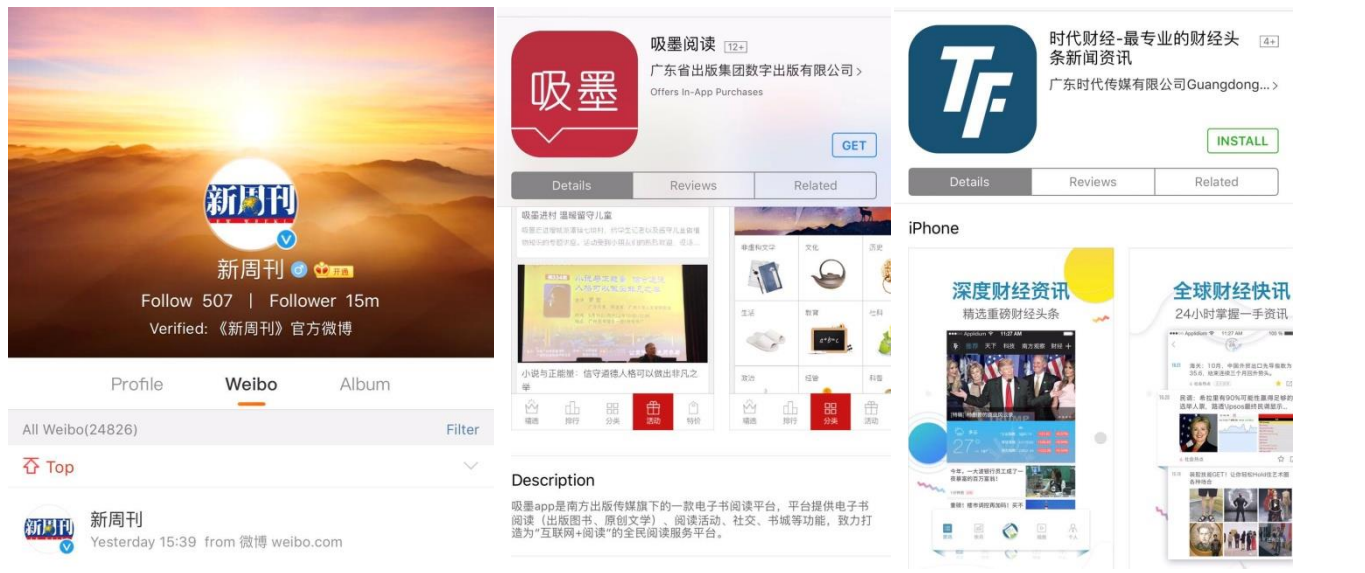
图 2: 2012-2016 年南方传媒主营收入、归母净利润及同比增速



资料来源: wind、国海证券研究所

“一体”方面主要以教材教辅出版发行为依托贡献内生稳定业绩。公司拥有较强的中小学教材自主创新和跨地域拓展能力，自主开发的 19 个科粤教材是广东省地方上使用量最大的教材，同时，自主开发的粤教材已经在省外三十多个地区被使用，粤版新课标教材的数量和整体水平已位居全国前列，在广东及全国均具有较高市场占有率；公司也具有人教版义务教育阶段和高中阶段教材独家代理权。一般图书方面，公司拥有 8 个出版社，以《时代周报》《新周刊》《花城》等优质内容资源为龙头，以细分市场为目标，如时代财经 app 是以提供财经新闻精品为主导、吸墨阅读 app 是以出版图书及原创文学为主的电子书阅读平台，加快传统媒体与新兴媒体的深度融合。

图 3: 公司电子书阅读平台、财经 app、新周刊等新媒体业务



资料来源: 手机 APP 截图、国海证券研究所

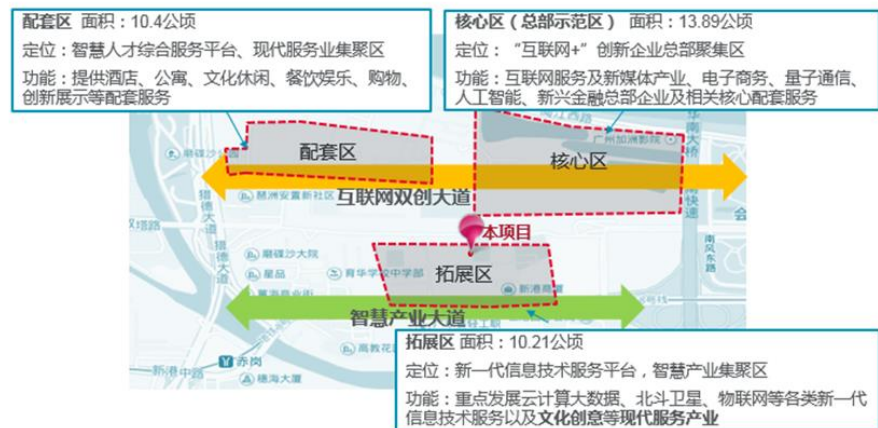
“两翼”主要指教育与新媒体+对外投资与兼并收购。教育与新媒体战略下基于自身核心教材项目打造多维教育体系，大嘴鸟幼教课程体系累计已与省内近

1300 家幼儿园开展合作，公司在学前教育层面已取得实质性进展；兼并收购战略中已与广州证券等成立 10 亿元南方传媒产业并购基金，主要投向大型优质国有文化传媒企业并购项目、数字出版、文创、在线教育及信息服务。2017 年国企改革进入全面推进落地期，下半年迎接十九大，公司在做强主业同时，践行文化产业数字化转型同时，打造云教育、云媒体、云阅读、云出版、云终端五朵云模式融合新媒体，打造活力与成长兼具的出版传媒集团。

3、文化地产战略不断推进，打造新型体验式文化中心，构建长效发展平台

公司以 15 亿元竞得琶洲核心地块用以建设“广州国际文化中心”。广东省招标投标监管网显示其中配套的商业 1 万平方米中约有 3000 平方米自营特色购书中心。定位为文化主题精品商业，公司有望将其打造为华南地区重要的标志性建筑之一，打造新型体验式文化中心，构建长效发展平台。

图 4：琶洲核心地块未来规划图



资料来源：广东省招标投标监管网、国海证券研究所

4、盈利预测与评级

基于审慎性考虑，在发行股份最终未完成前，暂不考虑其对股本及业绩的影响，同时暂不考虑外延新项目及新媒体教育等因素影响，公司教材教辅业务将维持 7%-8% 增速，预计 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 4.51 亿元、4.83 亿元、5.19 亿元，对应的 eps 分别为 0.55 元、0.59 元、0.63 元，以 7 月 5 日收盘价对应 PE 分别为 22.76 倍、21.22 倍、19.87 倍；若考虑增发完成，并入发行集团少数股权，预计 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 5.00 亿元、5.35 亿元、5.76 亿元，对应 eps 分别为 0.56 元、0.60 元、0.64 元，以 7 月 5 日收盘价对应 PE 分别为 22.35 倍、20.86 倍、19.56 倍。首次覆盖，给予买入评级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4918	5225	5513	5865
增长率(%)	7%	6%	6%	6%
净利润(百万元)	422	451	483	519
增长率(%)	12%	7%	7%	7%
摊薄每股收益(元)	0.52	0.55	0.59	0.63
ROE(%)	9.57%	9.23%	8.98%	8.79%

5、风险提示

- 1) 教材教辅受政策影响的风险
- 2) 循环使用教材的政策变化风险
- 3) 发行服务合同到期不能续签的风险
- 4) 新业务外延拓展不及预期
- 5) 外延并购不及预期
- 6) 非公开发行不能顺利完成风险
- 7) 宏观经济波动风险

表 2: 南方传媒盈利预测表 (不考虑本次收购发行集团少数股权发行股份摊薄因素影响)

证券代码:	601900.SH				股价:	12.52	投资评级:	买入		日期:	2017-07-05
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	10%	9%	9%	9%	EPS	0.52	0.55	0.59	0.63		
毛利率	35%	27%	25%	24%	BVPS	4.37	4.92	5.51	6.14		
期间费率	22%	10%	14%	12%	估值						
销售净利率	9%	9%	9%	9%	P/E	24.29	22.76	21.22	19.75		
成长能力					P/B	2.86	2.55	2.27	2.04		
收入增长率	7%	6%	6%	6%	P/S	2.09	1.96	1.86	1.75		
利润增长率	12%	7%	7%	7%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.57	0.54	0.55	0.49	营业收入	4918	5225	5513	5865		
应收账款周转率	5.46	5.46	5.46	5.46	营业成本	3208	3810	4116	4435		
存货周转率	3.42	5.21	3.30	1.66	营业税金及附加	30	32	31	33		
偿债能力					销售费用	544	547	545	552		
资产负债率	49%	50%	46%	51%	管理费用	516	519	492	500		
流动比	1.26	1.33	1.63	1.60	财务费用	(8)	(14)	(16)	(14)		
速动比	1.00	1.16	1.32	1.11	其他费用/(-收入)	16	21	25	38		
					营业利润	384	353	370	397		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	121	110	114	97		
现金及现金等价物	1465	1465	1465	1465	利润总额	505	463	484	494		
应收款项	900	956	1009	1073	所得税费用	2	(9)	(15)	(36)		
存货净额	938	737	1255	2686	净利润	503	473	498	530		
其他流动资产	1239	2534	2860	3569	少数股东损益	80	22	15	11		
流动资产合计	4542	5692	6588	8793	归属于母公司净利润	422	451	483	519		
固定资产	565	520	479	442							
在建工程	199	203	205	206	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	2700	2800	2530	2250	经营活动现金流	543	335	(271)	68		
长期股权投资	16	30	38	45	净利润	503	473	498	530		
资产总计	8609	9748	10027	12025	少数股东权益	80	22	15	11		
短期借款	17	19	22	26	折旧摊销	87	327	332	301		
应付款项	2105	1615	1743	1878	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	310	456	481	511	营运资金变动	(127)	(1815)	(675)	(3636)		
其他流动负债	1173	2182	1808	3074	投资活动现金流	(1898)	112	347	(73)		
流动负债合计	3604	4271	4054	5489	资本支出	(14)	42	39	36		
长期借款及应付债券	3	3	3	3	长期投资	(5)	(14)	(8)	(7)		
其他长期负债	591	591	591	624	其他	(1879)	84	316	(102)		
长期负债合计	593	593	593	626	筹资活动现金流	1356	1	2	3		
负债合计	4197	4864	4647	6115	债务融资	(6)	2	3	4		
股本	819	819	819	819	权益融资	1010	0	0	0		
股东权益	4412	4883	5381	5910	其它	351	(1)	(1)	(1)		
负债和股东权益总计	8609	9748	10027	12025	现金净增加额	0	448	78	(2)		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【传媒与互联网组介绍】

孔令峰，具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

邵伟，计算机科学学士，上海财经大学金融硕士，有 1 年资产管理工作经验，2015 年加入国海证券研究所，现为从事传媒、互联网行业研究。

朱珠，会计学学士、商科硕士，1 年资产管理从业经历，目前主要负责传媒与互联网行业研究

【分析师承诺】

孔令峰，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。